

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Ana María Zuluaga

Junio 25 de 2014

## Emisión de acciones y mercado de capitales en Colombia

La emisión de acciones (mercado primario de renta variable) ha venido mostrando altibajos en Colombia. Durante 2007, tuvo un buen momento con la importante emisión de la acción de Ecopetrol, representando entonces un 10% de su valor total, equivalente a US\$2.077 millones y 1.3% del PIB. Después vendría un período de relativo estancamiento durante 2008-2013, cuando solo se alcanzaron emisiones por un valor promedio año del 0.4% del PIB. Más recientemente, se ha reavivado dicho mercado primario a través de las colocaciones de Bancolombia y del Grupo Aval, las que en conjunto han venido a representar el 1.3% del PIB en lo corrido de 2014, ver gráfico adjunto.

Históricamente, este comportamiento del mercado primario de acciones en Colombia evidencia poco dinamismo si se le compara con lo observado en Chile, donde las emisiones primarias promediaron 1.6% del PIB por año durante 2006-2013 frente al 0.5% observado en Colombia. Este hecho resulta algo sorprendente si se tienen en cuenta los avances en materia regulatoria en Colombia, liderados por la Ley 964 de 2005 (Ley del Mercado de Valores), el Decreto 2555 de 2010 y los Artículos 386 y 388 del Código de Comercio. Recordemos que la estructura de emisión “tradicional” ha mostrado rigideces, tales como: i) los precios y cantidades de las acciones ofrecidas tenían que ser fijados por la asamblea general de accionistas; ii) la publicación de la oferta tenía un plazo no inferior a los 15 días hábiles; iii) después venía una etapa de depuración de las ofertas; y iv) finalmente se procedía a la emisión efectiva de las acciones.

Todo lo anterior se reflejaba en una serie de inconvenientes que podemos resumir así: i) la formación del precio de las acciones carecía de una verdadera dinámica de mercado (oferta y demanda); ii) lo anterior alejaba a los inversionistas extranjeros de dicho mercado accionario; y iii) resultaba difícil el papel de los llamados “creadores de mercado”, dada la poca conexión existente entre el mercado primario y el secundario.

Esa estructura del mercado accionario primario estaba bastante alejada de la práctica internacional, conocida como “construcción del libro de ofertas” (*book-building*). Allí el estructurador y el mercado van creando una banda de precio, utilizando mecanismos de mercadeo (ver *Comentario Económico del Día* 11 de octubre de 2012). Por ejemplo, la oferta inicial tiende a carecer de un plazo pre-establecido por la normatividad.

Continúa

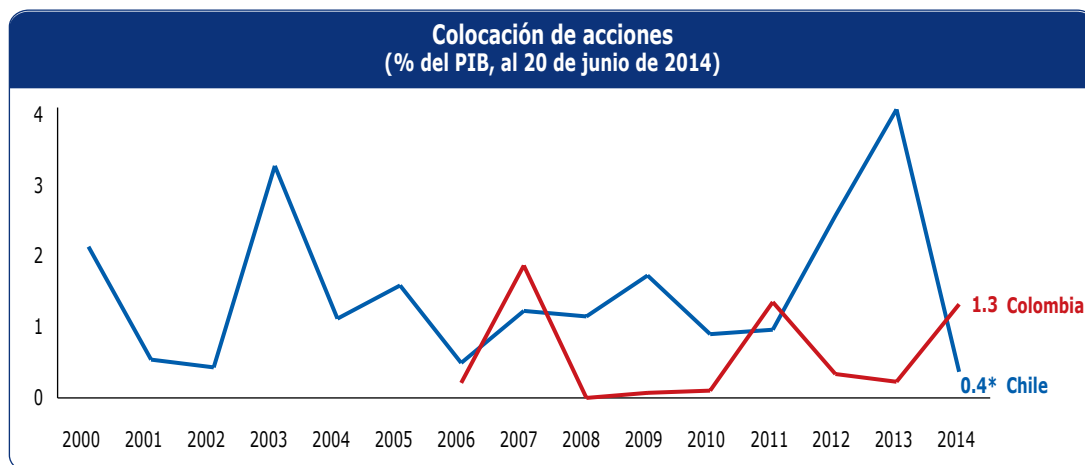
Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Ana María Zuluaga

Adicionalmente, se cuenta con programas de formadores de liquidez, quienes son los encargados de proveer las puntas de compra y venta. También ofrecen los mecanismos de estabilización de precios del mercado secundario (el conocido *greenshoe*).

Para acoplar de mejor manera el mercado accionario local a las prácticas internacionales, las autoridades económicas y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) han venido mejorando nuestro marco regulatorio. Por ejemplo, las recientes emisiones primarias de acciones (Bancolombia, Argos y Cemex) han utilizado el esquema de *book-building* para fijar los precios. A su vez, la Circular Externa 25 de 2013 de la Superintendencia Financiera reglamentó la actuación de las Sociedades Comisionistas de Bolsa como formadores de liquidez y, en diciembre de 2013 y enero de 2014, la BVC incorporó en su Reglamento General y Circular Única el Programa de Formadores de Liquidez.

Adicionalmente, la BVC y el Ministerio de Hacienda han venido trabajando en una propuesta de decreto para desarrollar de mejor manera el mercado secundario (el *greenshoe*). También se ha mejorado el proceso operativo de las emisiones primarias al reducir el tiempo de depuración de información de las ofertas y de adjudicación.

En síntesis, la estructura de emisión primaria de acciones en Colombia viene acoplándose a las mejores prácticas internacionales y se ha orientado hacia el mecanismo de *book-building*. Además, se ha establecido el Programa de Formadores de Liquidez en la BVC y se ha mejorado la eficiencia operativa de los procesos de emisión. Estos avances en materia de fijación de precios y liquidez resultan determinantes a la hora de ganar profundidad bursátil. Es bien sabido que la capitalización bursátil (bruta) de Colombia tan solo asciende al 55% del PIB y la bursátil efectiva (valor de las acciones en circulación) tan solo llega al 14% del PIB, referentes bajos a nivel internacional. De allí la importancia de estos avances referidos a impulsar el mercado accionario, tanto a nivel primario como secundario.



\* Información a abril

Fuente: elaboración Anif con base en Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, Banco Central de Chile, BVC y Dane.